

## 水利及市政工程领域发力，国内新签合同快速上升

中国水电 (601669.SH)

**推荐** 维持评级

### 一、事件

公司发布重大合同公告，近日公司中标深圳市城市轨道交通7号线BT（建设-移交）项目，轨道交通工程合同额168.53亿元，总工期约为53个月。

### 二、我们的分析与判断

- **国内市场水电之外的营销努力取得良好成效，预计全年国内新签合同将增长30%左右。**2011年公司国内市场新签合同681亿元，其中水利水电412亿元，占60%；非水利水电269亿元，占40%。今年公司在水利水电领域重点加强了水利方面的订单拓展，年内已经取得了安徽省青弋江分洪道工程等重大项目，随着后续更多大型水利项目的获批，预计公司今年在国内水利水电方面的新签合同额将达到600亿元，同比将有明显增长；国内非水利水电方面，公司将重点发挥BT/BOT方面的融资优势，此次深圳地铁项目的合同金额就相当于去年全年公司在国内非水利水电领域新签额的60%，保守预计这块今年的订单贡献能达到300亿元。合计来看，公司今年国内市场新签合同达到900亿元以上将是大概率事件。
- **海外市场融资支持类的承建项目占比上升，合同量仍将稳定在600亿元左右。**2010-2011年，公司在海外市场分别实现新签合同折合人民币457、597亿元，目前公司在海外大坝建设领域的市场份额稳定在50%左右。从公司承接的海外项目来看，最近一年来这些项目中具有中方金融机构融资支持背景的比例已上升至25-30%，一方面大大降低了公司在项目执行中的工期拖延及收款风险，同时也有利于保障后续订单规模的基本稳定。
- **公司融资渠道保持通畅，既有BT项目进入良性循环阶段。**受益于水利企业在融资方面方面的政策扶持，公司今年已完成了首批40亿元的短融及中票的发行计划，对之前成本较高的负债进行置换；同时，公司今年还将收回30亿元的BT回购款，全年运营资金充足，收入规模扩展有良好财务保障

### 三、投资建议

**维持推荐的投资评级。**预计2012-2014年EPS分别为0.48、0.60和0.75元，维持推荐评级。

主要财务指标 (百万元)	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	113471	133184	155628	179862
收入同比	12%	17%	17%	16%
归属母公司净利	3619	4602	5731	7189
净利润比	24%	27%	25%	25%
毛利率	14.4%	14.4%	14.3%	14.5%
ROE	13.3%	14.4%	15.2%	16.0%
每股收益(元)	0.38	0.48	0.60	0.75
P/E	11.96	9.41	7.55	6.02
P/B	1.59	1.36	1.15	0.97

资料来源：中国银河证券研究部

### 分析师

罗泽兵

☎：(8621) 2025 2670

✉：luozebing@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130511090003

市场数据日期	2012-6-6
上证综合指数	2,312
公司收盘价	4.47
总股本(百万)	9,600
流通股本(百万)	3,000
流通市值(亿)	134.1
EPS (TTM)	0.38
每股净资产 (元)	2.92
资产负债率	81%

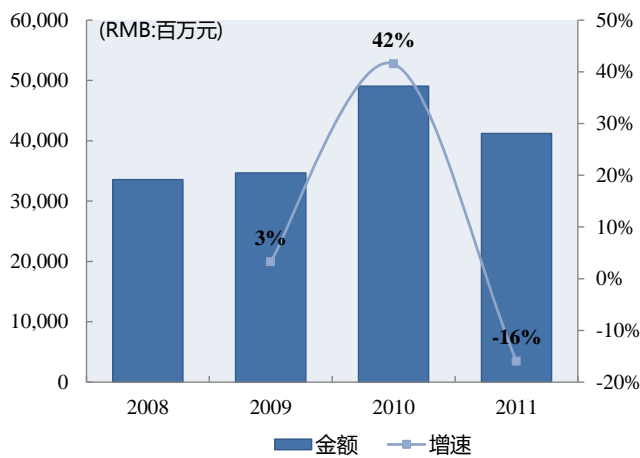
### 股价表现

(%)	1M	3M	6M
中国水电	2.5	11.1	-0.4
上证综指	-1.3	3.6	2.6

### 相关研究

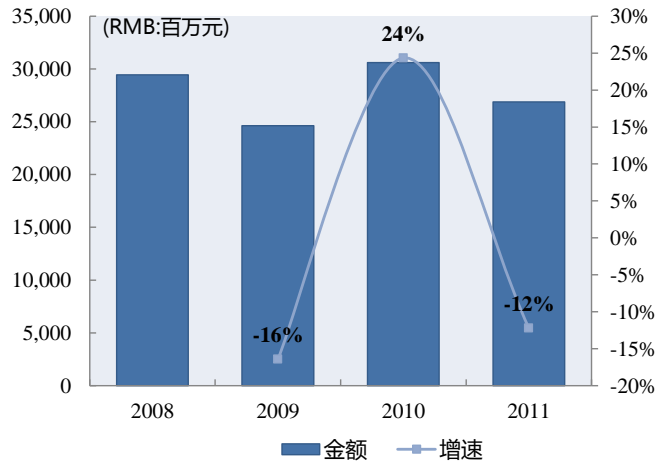
中国水电-国内合同将恢复正向增长，政策支持效应稳步兑现	20120420
中国水电-海外市场良好开局，国内水利建设进入实质性提速状态	20120311
中国水电-国内外市场齐头并进的水利水电建设领军企业	20110922

图 1 2008-2011 年公司国内水利水电新签合同及增速



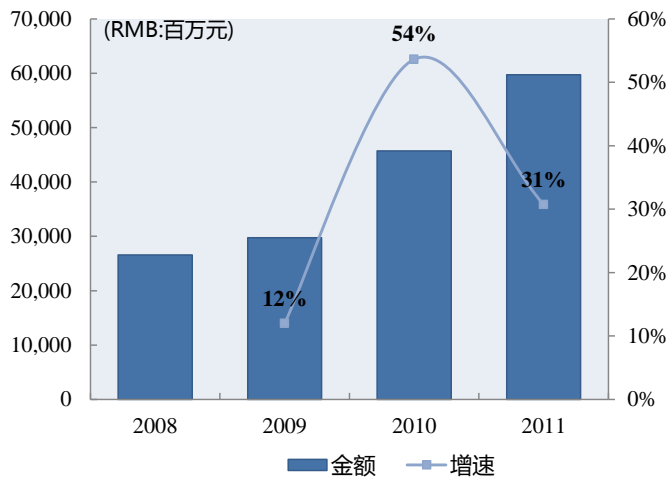
资料来源：公司公告

图 2 2008-2011 年公司国内非水利水电新签合同及增速



资料来源：公司公告

图 3 2008-2011 年公司国外新签合同及增速



资料来源：公司公告

表 1 公司各板块收入预测

(单位: 百万元)	2010	2011	2012E	2013E	2014E
工程承包	93,106	101,377	118,611	138,182	158,909
+/-	32.4%	8.9%	17.0%	16.5%	15.0%
电力投资与运营	2,275	4,046	5,057	6,321	7,902
+/-	38.6%	77.8%	25.0%	25.0%	25.0%
设备制造与租赁	1,410	1,227	1,411	1,622	1,865
+/-	36.9%	-13.0%	15.0%	15.0%	15.0%
房地产开发	2,403	3,008	3,911	4,889	6,111
+/-	220.2%	25.2%	30.0%	25.0%	25.0%
其他	2,300	3,813	4,195	4,614	5,075
+/-	28.4%	65.8%	10.0%	10.0%	10.0%

合计	101,494	113,471	133,184	155,628	179,863
+/-	34.4%	11.8%	17.4%	16.9%	15.6%

资料来源：中国银河证券研究部

表 2 公司各板块毛利率预测

(单位：%)	2010	2011	2012E	2013E	2014E
工程承包	10.9%	12.8%	12.4%	12.2%	12.2%
电力投资与运营	57.3%	40.8%	44.0%	46.0%	46.0%
设备制造与租赁	15.8%	25.3%	25.0%	25.0%	25.0%
房地产开发	24.1%	28.4%	28.0%	26.0%	26.0%
其他	19.8%	16.1%	19.0%	19.0%	19.0%
<b>综合毛利率</b>	<b>12.5%</b>	<b>14.4%</b>	<b>14.4%</b>	<b>14.3%</b>	<b>14.5%</b>

资料来源：中国银河证券研究部

**表 1 公司财务报表预测 (单位: 百万元)**

<b>资产负债表</b>					<b>利润表</b>				
	2011	2012E	2013E	2014E		2011	2012E	2013E	2014E
流动资产	95849	106967	119881	135637	营业收入	113471	133184	155628	179862
现金	32912	33785	37637	44323	营业成本	97113	114030	133309	153821
应收账款	16427	19590	22891	26455	营业税金及附加	2824	3263	3813	4407
其它应收款	4636	5343	6243	7215	营业费用	161	186	218	252
预付账款	6641	7754	9065	10460	管理费用	5535	6326	7315	8454
存货	30819	35922	39371	42400	财务费用	2513	3363	3552	3647
其他	4414	4573	4674	4783	资产减值损失	576	300	300	400
非流动资产	67366	71222	74486	77148	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	1656	1599	1799	1999	投资净收益	190	250	330	400
固定资产	37129	43187	43995	44191	营业利润	4938	5965	7452	9282
无形资产	15256	17676	20096	22516	营业外收入	152	150	150	150
其他	13325	8760	8596	8442	营业外支出	104	100	100	100
资产总计	163215	178188	194367	212785	利润总额	4987	6015	7502	9332
流动负债	82054	92076	102178	113037	所得税	1045	1083	1425	1773
短期借款	14025	15000	15000	15000	净利润	3941	4932	6076	7559
应付账款	25124	29648	34660	39994	少数股东损益	322	330	345	370
其他	42905	47428	52517	58044	归属母公司净利润	3619	4602	5731	7189
非流动负债	49565	49534	49534	49534	EBITDA	11508	13911	16428	18968
长期借款	40704	40704	40704	40704	EPS (元)	0.38	0.48	0.60	0.75
其他	8861	8830	8830	8830					
负债合计	131619	141610	151712	162571					
少数股东权益	4334	4664	5009	5379					
股本	9600	9600	9600	9600					
资本公积	10884	10884	10884	10884					
留存收益	6581	11183	16914	24103					
归属母公司股东权益	27262	31915	37646	44835					
负债和股东权益	163215	178188	194367	212785					

<b>现金流量表</b>				
会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	5804	11648	15930	18788
净利润	3941	4932	6076	7559
折旧摊销	4057	4583	5424	6039
财务费用	2513	3363	3552	3647
投资损失	-190	-250	-330	-400
营运资金变动	-5023	-1231	1011	1756
其它	507	251	197	187
投资活动现金流	-13433	-8421	-8525	-8455
资本支出	13846	6000	6000	6000
长期投资	-294	-57	200	200
其他	119	-2478	-2325	-2255
筹资活动现金流	27376	-2354	-3552	-3647
短期借款	4882	975	0	0
长期借款	6749	0	0	0
普通股增加	3000	0	0	0
资本公积增加	10165	0	0	0
其他	2580	-3329	-3552	-3647
现金净增加额	19452	872	3853	6686

<b>主要财务比率</b>				
会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
成长能力				
营业收入	11.8%	17.4%	16.9%	15.6%
营业利润	22.8%	20.8%	24.9%	24.6%
归属于母公司净利润	24.3%	27.2%	24.5%	25.4%
获利能力				
毛利率	14.4%	14.4%	14.3%	14.5%
净利率	3.2%	3.5%	3.7%	4.0%
ROE	13.3%	14.4%	15.2%	16.0%
ROIC	10.9%	13.0%	14.7%	17.1%
偿债能力				
资产负债率	80.6%	79.5%	78.1%	76.4%
净负债比率	75.5%	65.5%	47.1%	26.7%
流动比率	1.17	1.16	1.17	1.20
速动比率	0.79	0.77	0.78	0.82
营运能力				
总资产周转率	0.80	0.78	0.84	0.88
应收账款周转率	7	7	7	7
应付账款周转率	4.36	4.16	4.15	4.12
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.38	0.48	0.60	0.75
每股经营现金流(最新摊薄)	0.60	1.21	1.66	1.96
每股净资产(最新摊薄)	2.84	3.32	3.92	4.67
估值比率				
P/E	12.0	9.4	7.6	6.0
P/B	1.6	1.4	1.2	1.0
EV/EBITDA	6	5	4	4

资料来源: 中国银河证券研究部

## 评级标准

---

### 银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

**中性：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

### 银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% - 20%。该评级由分析师给出。

**中性：**是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

**罗泽兵，建筑行业证券分析师。工学学士，管理学硕士，4 年证券从业经历，3 年企业工作经验。2007 年进入中投证券从事建材及建筑行业研究，2011 年加入银河证券。**

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

## 联系

### 中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街35号国际企业大厦C座  
上海浦东新区富城路99号震旦大厦26楼  
深圳市福田区福华一路中心商务大厦26层  
公司网址：[www.chinastock.com.cn](http://www.chinastock.com.cn)

### 机构请致电：

北京地区：傅楚雄 010-83574171 [fuchuxiong@chinastock.com.cn](mailto:fuchuxiong@chinastock.com.cn)  
上海地区：何婷婷 021-20257811 [hetingting@chinastock.com.cn](mailto:hetingting@chinastock.com.cn)  
深广地区：詹璐 0755-83453719 [zhanlu@chinastock.com.cn](mailto:zhanlu@chinastock.com.cn)